



Munich Personal RePEc Archive

The implications of single monetary policy in sustaining European financial integration

Andreea Avadanei

A. I. Cuza University of Iasi, Doctoral School of Economics

12. February 2011

Online at <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/29147/>

MPRA Paper No. 29147, posted 27. February 2011 13:44 UTC

THE IMPLICATIONS OF SINGLE MONETARY POLICY IN SUSTAINING EUROPEAN FINANCIAL INTEGRATION

Andreea Avadanei
Doctoral School of Economics
„Alexandru Ioan Cuza University of Iasi, Romania
andreea_avadanei@yahoo.com

Abstract. *The aim of this paper is to illustrate the general implications of single monetary policy in sustaining European financial integration. Our study is structured on two main sections; the first one presents the importance of money market integration for the common policy and the second analyses the transmission mechanism functioning under financial distress. An efficient and integrated money market is essential for a sound monetary policy, given that it provides an even distribution of central bank liquidity and a homogeneous level of short-term interest rates in the entire space of the common currency. If monetary policy transmission mechanism has been irreversibly affected by the international crisis, it is still premature to determine.*

Key words: single policy, transmission mechanism, financial distress, pass-through process.

JEL Classification: E42, E5, G01.

1. INTRODUCERE

Introducerea monedei unice a reprezentat o schimbare structurală profundă, care a transformat întreaga arhitectură financiară europeană. Argumentele empirice disponibile arată că lansarea euro a avut în special două implicații relevante: *eliminarea riscului asociat ratei de schimb și a primelor de risc implicite*, cu efecte de susținere a comerțului și a integrării financiare în cadrul țărilor membre, precum și *dezvoltarea unui regim monetar nou*.

Astfel, ultimii doisprezece ani au fost marcați de influențele unor factori (în principal relaționați de modificări survenite în cadrul sistemului financiar) care și-au pus amprenta asupra mecanismului de transmitere a politicii monetare unice.

Centralizarea deciziilor de politică monetară, alături de crearea unei bănci centrale comune au contribuit *la apariția unui regim monetar nou*, caracterizat de un grad ridicat de credibilitate, care și-a asumat drept obiectiv prioritar menținerea stabilității prețurilor. Impactul imediat s-a materializat într-o ancorare mai solidă a previziunilor privind nivelul inflației, cu efecte de aplatizare a curbei Phillips vizibile în ultimii ani. Drept rezultat, este puțin probabil ca o expansiune a activității economice să conducă la o majorare a inflației estimate.

Deși o analiză exactă a modului în care schimbările survenite și-au pus amprenta asupra mecanismul de transmisie este dificil de realizat, opiniile sunt unanime în ceea ce privește avantajele unei bănci centrale credibile. Literatura economică demonstrează că această trăsătură poate influența transmiterea politicii monetare prin eficientizarea politicilor stabilizatoare și reducerea costurilor de implementare¹.

Argumentele empirice demonstrează faptul că acest mecanism funcționează într-o manieră relativ similară în toate statele membre ale Eurozonei. Băncile dețin un rol cheie în transmisia variațiilor ratelor de politică monetară asupra ratelor dobânzilor active, având în vedere nivelul ridicat de dependență a sectorului corporativ și a gospodăriilor familiale de finanțarea bancară, în condițiile existenței unui grad încă limitat al capitalizării bursiere în spațiul considerat. Particularitățile naționale sunt relaționate în principal de produsele financiare inovative, noi participanți în cadrul pieței, de evoluția concurenței în industria bancară și de etapele diferite ale integrării financiare în fiecare țară membră a EZ.

2. IMPORTANȚA INTEGRĂRII PIEȚEI MONETARE EUROPENE DIN PERSPECTIVA POLITICII MONETARE

Eurosistemul implementează politica monetară prin intermediul pieței monetare. Cadrul operațional de lucru este susținut de funcționarea în condiții optime a acestei piețe, implicând o prezență limitată a autorităților monetare. Acesta se fundamentează pe un set de instrumente de politică monetară concretizat în trei elemente cheie, destinate orientării ratelor dobânzilor de termen scurt.

Primul, *rezervele minime obligatorii (RMO)*, permite băncilor diluarea impactului șocurilor de lichiditate și încorporează volatilitatea ratelor de dobânda overnight. Rezervele solicitate (alături de efectul net al așa-numiților *factori autonomi ai lichidității*²) creează un deficit structural de lichiditate la nivelul întregului sistem bancar, ceea ce înseamnă că banca centrală va furniza periodic lichiditățile necesare bunei funcționări a acestuia. Funcția principală a RMO este stabilizarea ratelor de dobândă ale pieței monetare. Rezervele minime nu antrenează costuri la nivelul sectorului bancar, întrucât sunt remunerate de Eurosistem la o rată a dobânzii medii marginale corespunzătoare operațiunii principale de refinanțare din perioada de constituire.

¹ Darracq Paries, M., Moyen, S., „Monetary policy and inflationary shocks under imperfect credibility”, *European Central Bank Working Paper Series*, No. 1065, 2009, pag.17

² Factorii autonomi ai lichidității includ pozițiile bilanțiere ale Eurosistemului care nu sunt legate de instrumentele de politică monetară. Cel mai important factor autonom este reprezentat de bancnotele în circulație.

Al doilea element este reprezentat de *facilitățile permanente*. Eurosistemul oferă două astfel de facilități, o facilitate de creditare marginală și una de depozit, ambele utilizate la inițiativa băncilor comerciale. Aceste facilități definesc un coridor (*bandă*) pentru nivelurile ratelor overnight de pe piața monetară, având ca scop furnizarea și absorbția de lichiditate de acest tip.

Al treilea element cheie, *operațiunile pe piața monetară* reprezintă instrumentul cel mai important, care contribuie la *controlarea ratelor dobânzilor*, *gestionarea situației lichidităților* din cadrul pieței monetare a Eurozonei, precum și *la indicarea orizontului de politică monetară*. Aceste operațiuni sunt structurate pe patru categorii:

1). *operațiuni principale de refinanțare (OPR)*, concretizate în tranzacții reversibile, periodice, destinate furnizării de lichidități, cu frecvență și scadență săptămânală;

2). *operațiuni de refinanțare pe termen mai lung (ORTL)*, concretizate în tranzacții reversibile orientate spre furnizarea de lichidități, efectuate în mod lunar și având în mod obișnuit o scadență de trei luni;

Prin intermediul OPR și ORTL, Eurosistemul creditează băncile. Împrumuturile sunt întotdeauna acordate pe o perioadă scurtă și prestabilă, în schimbul garanțiilor utilizate împotriva riscului financiar. Prin intermediul acestor operațiuni, Eurosistemul acordă sectorului bancar al EZ credite cu o valoare medie zilnică de aproximativ 450 mld. EUR.

3). *operațiuni de reglaj fin (ORF)*, care sunt gestionate ad-hoc, în scopul administrării situației lichidităților de pe piață și al orientării ratelor dobânzilor. Acestea vizează în mod deosebit atenuarea dezechilibrelor neașteptate ale lichidităților de pe piață.

4). *operațiuni structurale*, pe care Eurosistemul le realizează prin emiterea de certificate de creanță și prin apelul la tranzacțiile reversibile și a operațiunilor definitive.

Pe baza celor prezentate, concluzionăm că integrarea pieței monetare este crucială pentru implementarea politicii monetare unice, în condițiile în care reprezintă fundamentul mecanismului de transmitere al acestei politici.

Gaspar, Perez-Quiros și Sicilia (2001) au analizat funcționarea pieței monetare după adoptarea monedei unice, identificând ceea ce au numit o *perioadă de acomodare*, de până la trei săptămâni după lansarea euro (4-21 ianuarie 1999). Concluziile studiului efectuat arată că introducerea noului cadru operațional de lucru s-a realizat extrem de liniar. În cazul evaluării volatilității dispersiei ratelor interbancare overnight, efectele constatate sunt mult mai diluate decât cele asociate evenimentelor repetate, de tipul încheierii perioadelor de deținere a rezervelor minime obligatorii. Acest rezultat apare și mai surprinzător prin prisma faptului că

înainte de introducerea politicii monetare unice, piețele monetare erau marcate de elemente distinctive semnificative³.

Autorii menționați anterior analizează și dispersia interbancară a ratelor de dobândă, utilizând ratele practicate de principalele bănci europene în condițiile acordării de credite pe piața overnight. Setul de date a fost oferit de Federația Europeană a Băncilor (FEB), fiind același ansamblu de valori care susține construcția seriilor de timp în cazul EONIA, acoperind un eșantion de 50 de bănci. Rezultatele obținute subliniază că încă din perioada de început a aplicării politicii monetare unice (prima săptămână a anului 1999), unele bănci incluse în eșantionul EONIA acordau împrumuturi la rate apropiate facilității de creditare marginale. Pe 5 ianuarie 1999, diferența dintre aceste rate se situa în jurul valorii de 25 de puncte de bază. Ulterior, dispersia acestor rate s-a redus considerabil.

În perioada 4-21 ianuarie 1999, coridorul definit de cele două facilități permanente s-a îngustat temporar la 50 de puncte de bază, ceea ce a limitat volatilitatea care ar fi putut fi asociată tranziției spre noul regim. În momentul în care banda a revenit la dimensiunile obișnuite, rata de piață (reprezentată de EONIA) s-a stabilizat, apropiindu-se de rata corespunzătoare operațiunilor principale de refinanțare practicate de Eurosistem, de 3%. Pe 22 ianuarie, și dispersia ratelor interbancare se diminuase deja destul de mult.

Gaspar, Perez-Quiros și Sicilia (2001) concluzionează că procesul de tranziție nu s-a produs instantaneu, existând o anumită perioadă de acomodare, identificând anumite inconveniente și alte forme de comportament anormal (spre exemplu, tranzacționarea pe 5 ianuarie 1999 la rate semnificativ mai ridicate în raport cu facilitatea marginală de creditare). Cu toate acestea, pe ansamblu, fenomenul de adaptare al băncilor la noile condiții a fost unul rapid, facil și liniar.

Ca parte integrantă a pieței financiare, pieței monetare îi revine un rol fundamental în transmiterea deciziilor de politică monetară, fiind primul segment influențat de modificările acesteia.

3. FUNCȚIONAREA MECANISMULUI DE TRANSMISIE ÎN CONDIȚII DE STRES FINANCIAR

În contextul crizei actuale, eficiența canalului clasic al ratei dobânzii (*money view*) se constituie într-un element de importanță deosebită. Pe măsura ce piețele monetare, alături de alte piețe ale creditului au devenit din ce în ce mai interconectate în ultimii douăzeci de ani,

³ Escrivá J.L., Fagan, G., "Empirical assesment of monetary policy instruments and procedures(MPIP) in EU countries", *European Monetary Institute of the European Central Bank Staff Paper* 2, 1996, pag. 37

evoluțiile nefavorabile recente au atras severe consecințe macroeconomice. Pornind de la aceste premise, monitorizarea și evaluarea periodică a fenomenului de pass-through este extrem de importantă.

Tensiunile financiare manifestate inițial în vara anului 2007 au antrenat creșterea primelor de risc asociate creditelor interbancare și declinul accentuat al tranzacțiilor din cadrul pieței de profil. Incertitudinile băncilor privind bonitatea partenerilor contractuali s-au răspândit cu rapiditate⁴.

Până în septembrie 2008, când s-a întrezărit posibilitatea colapsului întregului sistem financiar, spread-urile piețelor financiare au înregistrat valori extrem de ridicate. Înrautățirea condițiilor pieței monetare a fost reflectată de creșterea volatilității ratelor de dobândă, ceea ce a făcut dificilă măsurarea și evaluarea poziției politicii monetare. Drept rezultat, a apărut riscul sever al deteriorării primei linii a mecanismului de transmitere, marcată de conexiunea dintre banca centrală și instituțiile de credit.

Urmare a faptului că o fracțiune semnificativă a creditelor bancare se derulează în cadrul pieței monetare negarantate, extinderea spread-urilor a exercitat un impact direct asupra ratelor de dobândă. Implicațiile crizei financiare au fost la fel de vizibile în cazul creșterii costurilor finanțărilor de pe piață. În trimestrul patru al anului 2008, spread-urile pieței obligatare corporative a zonei euro au atins niveluri istorice⁵.

Instituțiile nefinanciare au înregistrat anumite creșteri ale rentabilităților obligațiunilor corporative, extinderea spread-urilor fiind mai pronunțată pentru firmele financiare. Drept consecință a reducerii capacității băncilor de a atrage fonduri, standardele de creditare aplicate împrumuturilor și liniilor de creditare acordate întreprinderilor au fost considerabil ridicate⁶

Într-un mediu economic în care funcționarea canalelor de transmitere a politicii monetare a fost afectată, reacția standard a acesteia (reducerea ratelor de dobândă cheie ale BCE) este insuficientă pentru asigurarea stabilității prețurilor. În acest context, există trei aspecte principale care trebuie remediate.

În primul rând, este necesară atenuarea tensiunilor pieței monetare. *În al doilea rând*, ratele dobânzii de politică monetară trebuie ajustate rapid spre niveluri foarte scăzute. *În al treilea rând*, poziția sistemului bancar, inclusiv ridicarea standardelor de creditare (influențată de factorii ofertei, în special de dificultatea obținerii fondurilor) necesită implementarea unor

⁴ Holthausen, C., Pill, H., "The forgotten markets: how understanding money markets helped us to understand the financial crisis", *European Central Bank Research Bulletin* No. 9, 2010, pag.63

⁵ ***European Central Bank, "Financial integration in Europe", 2010, pag. 36

⁶ Darracq Paries, M., Moyen, S., „Monetary policy and inflationary shocks under imperfect credibility”, *European Central Bank Working Paper Series*, No. 1065, 2009, pag. 28

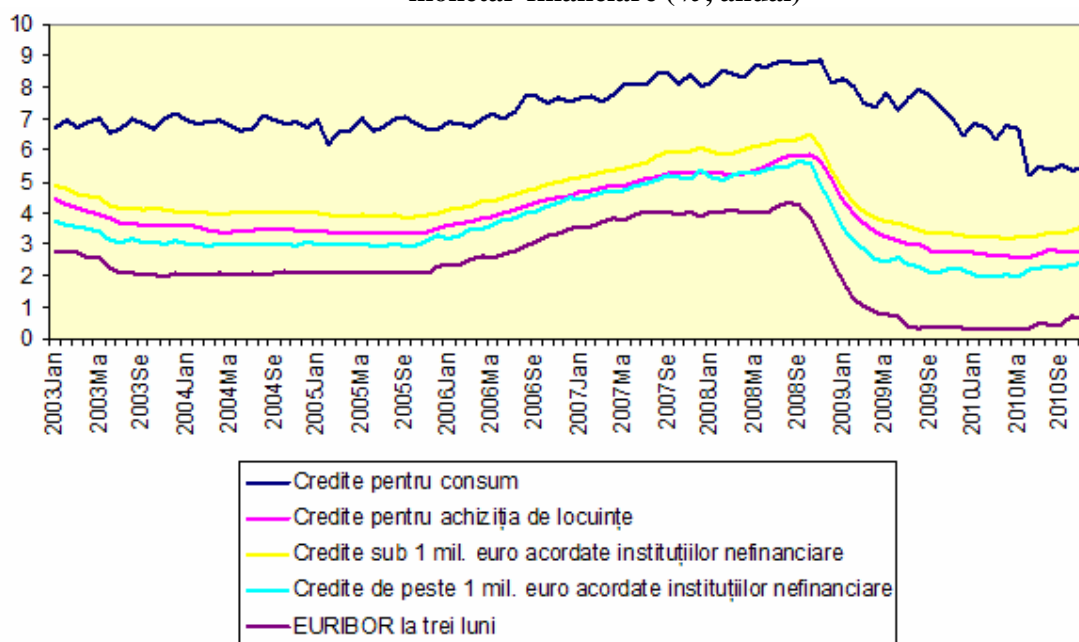
măsurile de politică monetară non-standard, astfel încât următorul nivel al mecanismului de transmitere (de la bănci spre gospodăriile familiale și corporații) să rămână complet operațional.

Ajustarea ratelor bancare de retail urmare a variației ratelor de politică monetară (*pass-through process*), a rămas un fenomen eficient pe tot parcursul derulării tensiunilor financiare. Ratele de creditare pe termen scurt, influențate în general de fluctuațiile EURIBOR la trei luni au scăzut în perioada septembrie 2008-februarie 2010 cu 341 de puncte de bază, în timp ce aceasta din urmă s-a redus în același interval cu 436 de puncte de bază.

Ratele pe termen lung s-au diminuat cu 151 de puncte, iar rentabilitățile obligațiunilor guvernamentale cu maturitatea de șapte ani cu 121 de puncte de bază⁷.

Analizând costul finanțării bancare în termeni nominali, ratele de creditare practicate de instituțiile monetar-financiare ale Eurozonei pentru împrumuturile acordate corporațiilor nefinanciare s-au redus aproape în paralel cu ratele cheie ale BCE (graficul nr. 1.).

Graficul nr. 1. Ratele de creditare pe termen scurt ale instituțiilor monetar-financiare (% , anual)

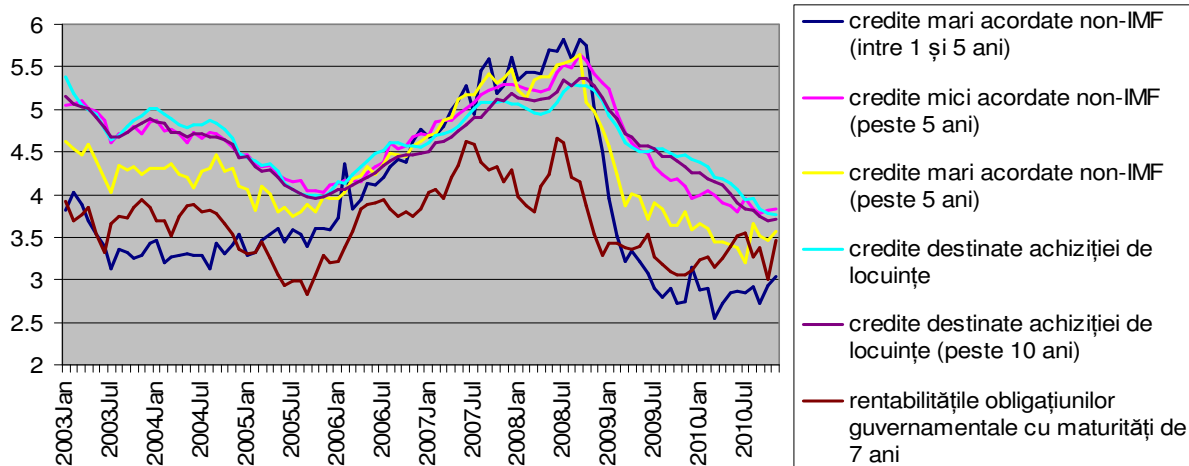


Sursa: European Central Bank Statistical Data Warehouse, 2011

Majoritatea ratelor corespunzătoare creditelor de consum și a celor pentru achizițiile de locuințe s-au redus de asemenea, deși într-o măsură mai mică decât ratele asociate creditelor instituțiilor nefinanciare (graficul nr. 2.).

⁷ ***European Central Bank, "Monthly Bulletin May 2010", 2010, pag. 94

Graficul nr. 2. Ratele de creditare pe termen lung practicate de instituțiile financiar-monetare (% , anual)



Sursa: European Central Bank Statistical Data Warehouse, 2011

Totuși, reducerea ratelor de pe piața monetară, efect al scăderii ratelor cheie ale BCE s-a transmis ratelor bancare de creditare cu un decalaj semnificativ, în linie cu evoluțiile anterioare, situație reflectată în principal de extinderea spread-ului dintre ratele pieței monetare și ratele bancare. Nivelul acestuia depinde de valorile ratelor de dobândă ale pieței, controlate de băncile centrale.

În acest context, identificarea componentei spread-ului ratelor bancare de creditare, care poate să nu fie influențată de acțiunile băncii centrale, devine extrem de interesantă. Un model econometric simplu permite calcularea diferitelor elemente care se adăuga spread-ului ratelor bancare de creditare⁸.

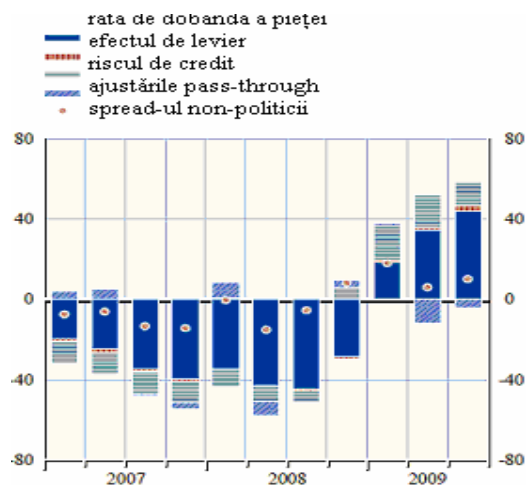
Rata bancară de creditare poate fi divizată în două componente esențiale: *spread-ul de echilibru* și *termenul de ajustare pass-through*. Acesta din urmă reflectă devierea temporară de la o stare de echilibru și deci nu reprezintă o valoare fundamentală. Spread-ul de echilibru este definit în funcție de trei elemente majore: *efectul rezultat urmare a variației ratei dobânzii de piață*, *efectul modificărilor riscului de credit*, precum și *cel determinat de evoluția raportului capital bancar/active*.

Conform graficelor nr. 3 și nr. 4, componenta spread-ului ratelor bancare care poate să nu fie dependentă de acțiunile băncii centrale este definită ca și *spread-ul non-politicii*

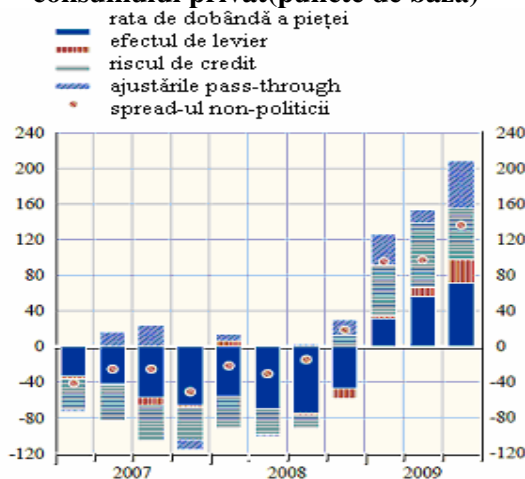
⁸ Metoda utilizată este o extindere a *modelului mecanismului de corectare a erorilor* (error correction mechanism, ECM) aplicat procesului de transmitere a variațiilor ratelor cheie asupra ratelor bancare de creditare. Specificația adăugă reprezentări (proxies) pentru costul finanțării de capital (CE_t) și riscul de credit (CR_t), după cum urmează: $\Delta BR_t = \mu + \gamma(BR_{t-1} - \beta_1 MR_{t-1} - \beta_2 CE_{t-1} - \beta_3 CR_{t-1}) + \alpha_1 \Delta MR_t + \alpha_2 \Delta BR_{t-1}$, unde BR_t este rata de creditare bancară, iar MR_t este rata dobânzii de piață.

monetare, reprezentând suma termenilor de ajustare *pass-through*, a efectului de levier și riscului de credit.

Graficul nr. 3. Spread-ul ratelor pe termen scurt pentru creditele acordate instituțiilor nefinanciare(puncte de bază)



Graficul nr. 4. Spread-ul ratelor pe termen scurt pentru creditele acordate gospodăriilor familiale destinate consumului privat(puncte de bază)



Sursa: European Central Bank, „Financial Integration in Europe”, 2010, pag.56

Pe baza acestei descompunerii, putem formula mai multe concluzii. În primul rând, spread-urile ratelor de creditare pe termen scurt observate pe parcursul crizei financiare s-au majorat considerabil odată cu cel de-al patrulea trimestru al anului 2008, după ce în 2007 și prima jumătate a lui 2008 înregistraseră valori constante. În al doilea rând, declinul EURIBOR început în octombrie 2008 a contribuit semnificativ la extinderea spread-urilor ratelor de creditare pe termen scurt. În al treilea rând, riscul de credit a reprezentat un alt factor important de accentuare a acestor spread-uri, în special din al treilea trimestru al lui 2008.

Argumentele empirice privind evoluția spread-urilor ratelor de creditare asociate împrumuturilor acordate gospodăriilor familiale arată că majorarea acestora reflectă în principal nivelele mai ridicate de risc în raport cu cele asumate în condiții economice normale. Studiile recente subliniază că tensiunile financiare actuale au contribuit la sporirea eterogenității mecanismului de *pass-through* privind ratele pe termen scurt ale statelor Eurozonei⁹. Acesta a rămas operațional pe toată durata crizei, funcționarea sa fiind similară celei asociate perioadelor de stabilitate economică și financiară.

⁹ Sorensen, C.K., Werner, T., “Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison” *European Central Bank Workshop on “The monetary policy transmission mechanism in the euro area in its first ten years”*, 2009, pag. 52

Severitatea tensiunilor financiare care au afectat piețele imobiliare ale SUA și ale Europei a avut drept finalitate o decelerare semnificativă a creșterii economice. Problemele acestor piețe au fost cauzate și de supraoferta de produse și servicii inovatoare, declanșată inițial de boom-ul speculativ precedent al segmentului imobiliar. Simultan, cererea s-a nivelat, urmare a contracției activității economice. Aceste două aspecte au facilitat scăderea prețului imobilelor, refinanțarea companiilor și a persoanelor fizice fiind din ce în ce mai dificilă. Băncile și-au modificat metodele de evaluare a riscurilor, devenind mai precaute, orientându-se spre standarde de creditare mai rigide și reguli mai conservatoare¹⁰.

În condițiile în care valoarea proprietăților imobiliare utilizate ca și garanții a început să se reducă odată cu declanșarea bulei (inițial în SUA, Irlanda, Spania și Marea Britanie), băncile și-au diminuat ofertele de creditare. Piețele bancare și-au direcționat eforturile în vederea furnizării lichidităților necesare sectorului de profil; acesta este un alt element care explică majorarea primelor asociate riscului de credit și rigiditatea crescută a standardelor privind acordarea de împrumuturi. Drept rezultat, diminuarea ratelor Băncii Centrale din octombrie 2008 a afectat mecanismul de transmisie asupra ratelor bancare.

BCE și FED (Federal Reserve) au răspuns presiunilor în creștere ale pieței creditului prin injecții de lichiditate și prin scăderea ratelor de politică monetară.

Tensiunile pieței monetare au fost atenuate prin relaxarea cerințelor privind garanțiile solicitate în calitate de împrumutători de ultimă instanță. În plus, guvernele SUA și cele europene au reacționat prin utilizarea fondurilor publice în scopul susținerii și recapitalizării sistemului bancar. În octombrie 2008, Congresul SUA a aprobat un program de bail-out în valoare de 700 mld. USD pentru cumpărarea activelor toxice ale instituțiilor financiare americane.

La nivel european, statele membre ale UE au acționat în direcția reducerii presiunilor suportate de întreprinderile mici și mijlocii, prin facilitarea accesului la credite și a susținerii băncilor prin achiziționarea acțiunilor preferențiale, emise special pentru acest scop.

Managementul lichidității aplicat de BCE și FED, alături de măsurile de politică aplicate în timpul crizei au sprijinit funcționarea piețelor monetare.

Măsura în care mecanismul de transmitere a politicii monetare a fost ireversibil afectat de manifestarea consecințelor crizei este prematur de stabilit. Se poate argumenta că acțiunile actuale de stabilire a unui cadru de reglementare mai amplu și mai strict în scopul consolidării

¹⁰ Panagopoulos, I., Vlamis, P., "Bank lending, real estate bubbles&Basel II", *Journal of Real Estate Literature*, 17(2), 2009, pag. 297

elasticității sectorului bancar, oferă acestuia posibilitatea de a juca un rol mai stabil în transmiterea politicii monetare. Explicațiile care susțin această afirmație sunt diverse.

În primul rând, cerințele de capital mai stringente pot consolida canalul capitalului bancar, în condițiile în care un număr ridicat de bănci sunt mai puțin capitalizate, reacționând în consecință mai puternic în fața modificărilor ratelor de politică monetară, prin ajustarea ofertei de creditare¹¹. Sau, drept replică față de noile solicitări, acestea își majorează pur și simplu rezervele de capital, oferta de creditare rămânând neschimbată.

În al doilea rând, cerințele mai ridicate vizând activitatea de securitizare au ca efect limitarea oportunităților de finanțare, restabilind astfel importanța canalului tradițional al creditării bancare. Canalul ratei dobânzii poate suporta unele influențe; anumite studii arată că fenomenul de securitizare facilitează transmiterea modificărilor ratelor de politică monetară asupra ratelor de creditare¹².

În al treilea rând, managementul mai prudent al capitalului și al lichidității influențează atitudinea față de risc în sensul temperării acesteia, crescând astfel importanța canalului de transmitere a politicii monetare corespunzător. Deși noile măsuri contribuie la îmbunătățirii calității procesului de securitizare, nu se poate exclude faptul că efectele nete, spre exemplul impactul politicii monetare asupra creditării bancare, vor fi semnificativ susținute.

În al patrulea rând, noile prevederi vizând managementul lichidității bancare implică faptul că pe viitor băncile vor opera pe baza unor rezerve de capital mai ridicate.

O concluzie comună a literaturii de specialitate susține că băncile care înregistrează rate de lichiditate mai ridicate pot dilua efectele modificării politicii monetare transmise portofoliului de clienți.

Totuși, *ceteris paribus*, cerințele de lichiditate mai stricte conduc prin definiție la reducerea nivelului acesteia, având deci același efect ca și o majorare a ratelor de dobândă, cu implicații restrictive pentru întreaga economie de o amplitudine foarte dificil de capturat.

În final, alinierea modelelor interne privind riscul de creditare al băncilor cu cerințele de reglementare a constituit unul dintre principalele obiective ale Basel II. În consecință, stabilirea costului creditării devine discriminatorie în sensul reflectării cu o acuratețe mai mare a riscurilor efective asociate expunerilor individuale.

¹¹ Altunbas, Y., De Bond, G., Marques, D., „Bank capital, bank lending and monetary policy in the euro area”, *Kredit and Kapital*, 2004, pag. 124

¹² Estrella, A., „Securitization and the efficacy of monetary policy”, *Economic Policy Review*, 8(1), Federal Reserve Bank of New York, 2002, pp.243-255.

Odată cu introducerea Basel II, canalul bilanțier își sporește importanța. În măsura în care noile prevederi separă conexiunea strânsă dintre capitalul solicitat și riscurile asociate, se poate observa o relaxare a bilanțului împrumutătorilor.

4. CONCLUZII

O piață monetară eficientă și integrată este esențială pentru o politică monetară solidă, în condițiile în care aceasta asigură o distribuție uniformă a lichidității băncii centrale și un nivel omogen al ratelor de dobândă pe termen scurt în întregul spațiu al monedei unice. Această condiție prealabilă a fost îndeplinită aproape simultan odată cu debutul celei de-a treia etape a UEM, atunci când piețele monetare naționale au fost integrate cu succes într-o piață monetară eficientă a zonei euro. Sintetizând, putem afirma că din momentul lansării euro și până în prezent, mecanismul de transmitere a politicii monetare unice a fost marcat de o serie de influențe.

La nivel macroeconomic, un regim monetar nou și credibil aplicat EZ pe ansamblu, alături de eliminarea riscului asociat ratei de schimb a contribuit la *ancorarea mai fermă a previziunilor privind nivelul inflației de termen lung*.

De asemenea, introducerea monedei unice a coincis cu *accelerarea fenomenului de inovație financiară*, care a sporit posibilitățile de finanțare ale băncilor. În același context, inovația financiară a majorat opțiunile de asumare a riscului, contribuind la creșterea importanței acestui canal de transmitere a politicii monetare.

Totuși, criza actuală a demonstrat că această situație se poate inversa în perioade de tensiuni financiare, atunci când finanțările din cadrul pieței se restrâng sau chiar dispar, odată cu materializarea riscurilor preluate anterior.

BIBLIOGRAFIE

1. Altunbas, Y., De Bond, G., Marques, D., „Bank capital, bank lending and monetary policy in the euro area”, *Kredit and Kapital*, 2004
2. Darracq Paries, M., Moyen, S., „Monetary policy and inflationary shocks under imperfect credibility”, *European Central Bank Working Paper Series*, No. 1065, 2009
3. Escriva J.L., Fagan, G., “Empirical assesement of monetary policy instruments and procedures(MPIP) in EU countries”, *European Monetary Institute of the European Central Bank Staff Paper 2*, 1996
4. Estrella, A., „Securitization and the efficacy of monetary policy”, *Economic Policy Review*, 8(1), Federal Reserve Bank of New York, 2002
5. Gaspar, V., Quiros-Perez, G., Sicilia, J., „The ECB policy strategy and the money market,” *European Central Bank Working Paper No. 69*, Frankfurt, 2001,

6. Holthausen, C., Pill, H., "The forgotten markets: how understanding money markets helped us to understand the financial crisis", *European Central Bank Research Bulletin* No. 9, 2010
7. Panagopoulos, I., Vlamis, P., "Bank lending, real estate bubbles&Basel II", *Journal of Real Estate Literature*, 17(2), 2009
8. Sorensen, C.K., Werner, T., "Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison", *European Central Bank Workshop on "The monetary policy transmission mechanism in the euro area in its first ten years"*, 2009
9. ***European Central Bank, „Monthly Bulletin May”, 2010
10. ***European Central Bank, "Financial integration in Europe", 2010
11. ***European Central Bank Statistical Data Warehouse, 2011

Filename: politica monetara
Directory: C:\Users\Andy\Downloads\REPEC politica monetara
Template: C:\Users\Andy\AppData\Roaming\Microsoft\Templates\Normal.dot
Title:
Subject:
Author: Andy
Keywords:
Comments:
Creation Date: 2/10/2011 6:16:00 PM
Change Number: 47
Last Saved On: 2/25/2011 9:17:00 PM
Last Saved By: Andy
Total Editing Time: 155 Minutes
Last Printed On: 2/25/2011 9:17:00 PM
As of Last Complete Printing
Number of Pages: 12
Number of Words: 3,960 (approx.)
Number of Characters: 22,573 (approx.)